

Ивашковская Ирина Васильевна

**Система интегрированного управления
стоимостью компании**

Специальности: 08.00.05 – Экономика и управление народным хозяйством: экономика, организация и управление предприятиями, отраслями, комплексами (промышленность);
08.00.10 — Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
доктора экономических наук

Москва – 2010



Работа выполнена на кафедре экономики и финансов фирмы факультета экономики ГБОУВПО «Государственный университет – Высшая школа экономики»

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, профессор

Бусов Владимир Иванович

доктор экономических наук, профессор

Гукова Альбина Валерьевна

доктор экономических наук, профессор

Еленева Юлия Яковлевна

Ведущая организация:

**Федеральное государственное
образовательное учреждение высшего
профессионального образования
«Московский государственный
университет им. М.В. Ломоносова»**

Защита состоится «23» декабря 2010 г. в 14-00 часов на заседании совета по защите докторских и кандидатских диссертации Д505.001.05 при ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125993, г. Москва, Ленинградский проспект, д.55, комн.213

С диссертацией можно ознакомиться в зале библиотеки ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125993, г. Москва, Ленинградский проспект, д.49, комн.203

Автореферат разослан «20 » ноября 2010 г. и размещен на официальном сайте Высшей аттестационной комиссии Министерства образования и науки Российской Федерации: www.vak.ed.gov.ru

Ученый секретарь совета Д 505.001.05,
доктор экономических наук, профессор



Р.Н. Федосова

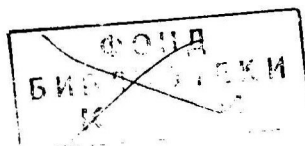


I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ.

Актуальность темы исследования. Решение задач модернизации экономики с одновременным обеспечением устойчивого повышения стоимости компаний, выражающей интегральную оценку результата деятельности в условиях конкуренции на глобальных рынках, имеет важное народнохозяйственное значение. Для этого необходимы теоретическое осмысление и разработка методологии управления стоимостью компании, соответствующих требованиям перехода к инновационной экономике, для которой характерны возросший динамизм деловой среды, быстрое обновление всех элементов производства, многополюсность интересов стейкхолдеров, повышенная неопределенность.

Необходимость развития методологии управления стоимостью компании усиливается переломными процессами, проявившимися в период глобального финансового кризиса, ставшего катализатором новой волны научных дискуссий. Особо остро обсуждаются проблемы изменения облика корпорации, кризиса англо-американской модели финансового рынка, адекватности ориентации менеджмента и советов директоров компаний на рост стоимости акционерного капитала, которые интерпретируются как крах эпохи «финанциализации». Глобальный финансовый кризис привел к безотлагательной необходимости осмысления взаимосвязей интересов разных групп стейкхолдеров, роли нефинансовых стейкхолдеров, влияния механизмов корпоративного управления и, прежде всего, советов директоров на структурирование пространства интересов всех участников бизнеса. В этих условиях важное значение имеют разработки, направленные на проактивное, опережающее построение механизмов корпоративного управления и финансового менеджмента.

Актуальна теоретическая разработка совокупности концепций, обобщающих новые процессы в создании стоимости компании, во взаимодействии интересов стейкхолдеров при движении к инновационной экономике и их отражение в построении внутренних экономических отношений в компании. Методологическая разработка отмеченного круга проблем формирует фундамент развития моделей и методов корпоративного управления и финансового менеджмента и в значительной



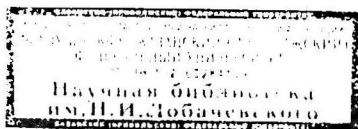
мере определяет базу построения механизмов устойчивого развития экономики российских компаний. Это проблемы формируют первый аспект исследования.

Второй аспект устойчивого повышения стоимости компаний связан с выявлением и оценкой новых факторов создания ее подлинной стоимости, развитием методов анализа ее капитала. Это необходимо для корректного измерения капитала компании, развития концепций стратегического анализа, инструментов финансового обоснования выбора стратегий и методов обеспечения устойчивого роста стоимости компании. Поиск решений этих проблем органически увязан с методологией корпоративных финансов, образующих теоретическую основу для современной финансовой модели анализа компании и разработки аппарата для финансовых измерений.

Актуальная задача управления, ориентированного на устойчивый рост стоимости компании в условиях трансформации типа экономики, не может решаться в отрыве от подходов к механизмам корпоративного управления. Поэтому третий аспект исследования связан с поиском новых решений для построения работы советов директоров, адекватных возросшей сложности задач формирования механизмов устойчивого развития компании в процессе перехода к инновационной экономике и структурирования пространства интересов стейкхолдеров.

Конфигурация проблемного поля для решения задачи достижения устойчивого роста стоимости российскими компаниями связана с несколькими направлениями научных исследований. Ее решение требует концептуальных прорывов в понимании сущности, характеристик устойчивого роста стоимости компании и механизмов его обеспечения. Это не возможно сделать без переосмысления теоретико-методологических позиций в целом ряде смежных научных областей, связанных с построением современной теории и практики развития менеджмента и управления стоимостью компании. В мировой академической литературе дискуссии по значительной части обозначенных проблем привели к формированию стейкхолдерского подхода (stakeholder approach), который охватывает работы в области институциональной теории, стратегического менеджмента, корпоративного управления, теории фирмы, корпоративных финансов.

Таким образом, для решения важной народнохозяйственной задачи перехода к инновационной экономике актуальной становится разработка концепции и мето-



дов управления стоимостью компании, предусматривающих координацию интересов инвесторов и нефинансовых стейкхолдеров, синергию в использовании финансового, интеллектуального и социального капиталов, перераспределение функций советов директоров и менеджмента.

Степень разработанности проблемы. Теоретические, методологические и прикладные проблемы управления, ориентированного на рост стоимости компании, активно исследуются зарубежными и российскими учеными.

Вопросы теоретического обоснования принятия комплекса решений в компании об инвестициях, привлечении капитала и выплатах инвесторам на основе максимизации стоимости акционерного капитала основаны на работах в области корпоративных финансов таких зарубежных авторов, как: Р.Брейли, С.Майерс, М.Миллер, Ф.Модильяни, М.Дженсен, С.Росс, Ш.Титман и других. Разработке методологических вопросов оценки стоимости компании и особенностей их решения в условиях развитых и развивающихся рынков капитала посвящены работы А.Дамодарана, К.Мерсера, Дж.Козна, Т.Коупленда, Т. Коллера, Д.Муррина, Ш.Пратта, Л.Перрейро, Р.Рейли, Р.Швейса, С.Фельдмана, К. Харвея, Т.Хармса, Дж.Хитченера, Х.Эстрады. Существенный вклад в развитие доходного подхода, составляющего основу моделей управления стоимостью компании, внесен в исследованиях по оценке стоимости методами капитализации экономической прибыли Ф.Вейссенридера, Дж.Олсона, Е.Оттоссона, А.Фернандеса. Специфика оценки стоимости российских компаний обобщена в трудах В.И.Бусова, С.В.Валдайцева, А.Г.Грязновой, А.В.Гуковой, В.М.Рутгайзера, М.А.Федотовой и других.

Методологические вопросы развития компании в условиях формирования инновационной экономики разрабатываются на стыке нескольких научных областей: стратегического менеджмента, теории организационных изменений, теории фирмы, корпоративных финансов. Существенные разработки выполнены зарубежными исследователями К.Коннером, К.Прахаладом, К.Свейби, Д.Тисом, Г.Пизано, С.Уинтером, Э.Шуеном и др. Среди российских специалистов значительный вклад в развитие концепций фирмы в условиях инновационной экономики внесли работы В.С.Катькало, Р.М.Качалова, Г.Б.Клейнера, В.Л.Макарова, Б.З.Миельнера и других. Растущее значение приобретают исследования интеллектуального и социального капиталов. В области концепции интеллектуального капитала необходимо

выделить исследования Н.Бонтиса, Р.Гранта, Б.Лева, М.Мэлоуна, И.Нонаки, Г.Руса, Х.Такеучи, П.Сулливана, Т.Стюарта, Дж.Чена, З.Зу, Л.Эдвинсона. Проблематика социального капитала разрабатывается в работах С.Гошала, Дж.Коулмана, Д.Козна, Р.Патнэма, В.В.Радаева, Ф.Фукуямы, С.В.Шишкина, О.И.Шкаратана и др.

Особо следует выделить авторов, в чьих работах предложены концептуальные постановки, сформировавшие стейкхолдерский подход в области менеджмента: М.Блэр, Дж.Валлас, Д.Вуд, А.Грандори, Т.Дональдсон, П.Дебриер, Т.Джонс, М.Кларксон, Т.Кларк, Дж.Мартин, Дж.М.Махоней, Дж.Т.Махоней, Р.Митчелл, Р.Фриман, Дж.Фруман, У.Петти, Дж.Пост, Л.Престон, С.Сакс, Ж.Тириоль, Ж.Шарро, М.Хилб, Б.Эгл и др. Среди российских авторов вопросы роли стейкхолдеров в развитии фирмы разрабатываются И.Ю. Беляевой, Ю.Е.Благовым, Г.Б.Клейнером, В.Л.Тамбовцевым, М.А.Эскиндаровым и другими. В области корпоративных финансов вопросы стейкхолдерского подхода к финансовым решениям компании и их эмпирическая апробация рассматриваются в исследованиях Л.Зингалеса, Б.Лева, Р.Мертсона, Т.Оплера, Р.Райана, Ш.Титмана, А.Шапиро и других. Анализ работ указанных выше авторов показал, что сохраняется дискуссионность и в ряде случаев противоречивость подходов к трактовкам взаимосвязи интересов финансовых и нефинансовых стейкхолдеров, отражении данного круга проблем в концепциях фирмы, ее цели и распределения созданной в ней стоимости.

Концепция управления стоимостью акционерного капитала разработана в трудах Дж.Абата, Г.Арнольда, Э.Блэка, Дж.Гранта, Д.Дэвиса, М.Дэвиса, А.Долгоффа, П.Контеса, М.Манкинса, Б.Мэддена, Дж.МакТаггарта, Д.Стерна, Б.Стюарта, А.Раппопорта, Ф.Райта, Д.О'Бирна, П.Фернандеса, А.Эрбара. В российской научной литературе вклад в разработку вопросов анализа результатов деятельности компании, структуры и роста ее активов внесен В.Э. Керимовым, В.Г.Когденко, М.В. Мельник, А.Н. Хориным, А.Д.Шереметом и в области финансового обоснования выбора стратегии компании – А.З. Бобылевой, В.В.Ковалевым, Е.Н.Лобановой, В.Н.Лившицем, Н.А.Никоновой, В.П.Паламарчуком. Вопросы управления на основе стоимости акционерного капитала разрабатываются И.В.Березинец, А.В. Бухваловым, Ю.Я.Еленевой, Д.Л. Волковым, И.В.Никитушкиной, Т.В.Тепловой, М.А.Федотовой, О.Н. Щербаковой. В методологических и прикладных работах перечисленных выше авторов рассматривается специфика финансовой модели анали-

за компании по сравнению с бухгалтерской, исследованы вопросы разработки и применения концепции управления, ориентированного на рост стоимости акционерного капитала, и обобщены используемые с этой целью в зарубежной практике прикладные модели. Однако проблематика взаимодействия интересов стейкхолдеров и, прежде всего, нефинансовых, с которыми непосредственно связана специфика процессов в компании в условиях перехода к инновационной экономике, раскрыта в недостаточной степени. Необходимо осмысление новых направлений развития финансовой модели анализа компании, отвечающих формированию инновационной экономики. Требуют дальнейших исследований вопросы отражения интересов нефинансовых стейкхолдеров в концепциях и методах управления, ориентированных на рост стоимости компании, в анализе корпоративных стратегий, оценке их исполнения и организации их реализации. Существенный аспект проблемы связан с разработкой прикладного инструментария для проведения подобного анализа и оценки.

Решение задачи достижения устойчивости роста стоимости компании не возможно без осмысления новых подходов к роли и функциям советов директоров как ключевого органа корпоративного управления и корпоративного контроля. Среди исследований новых процессов в механизмах корпоративного управления следует отметить работы С.Бхагата, Б.Блэка, Р.Вишны, Дж.Гудстейна, Д.Дальтона, А.Дурнева, Д.Ермака, Дж.Киела, И.Кима, А.Петтигрю, М.Райта, Т.МакНалти, Ф.Сигиуры, И.Филаточева, А.Шляйфера, и др. В исследования корпоративного управления в российских компаниях существенный вклад внесен в работах С.Б.Авдашевой, В.В.Голиковой, С.М.Гуриева, Н.В.Деминой, Т.Г.Долгопятовой, Р.И.Капелюшниковой, Б.В.Кузнецова, О.В.Лазаревой, А.А.Муравьева, А.Д.Радыгина, А.А.Рачинского, С.Ю.Степанова, Р.М.Энтова, А.А.Яковлева, Е.Г.Ясина. Прикладные вопросы организации деятельности советов директоров российских компаний разрабатываются в работах И.В.Беликова, А.Д.Берлина, И.И.Родионова, И.Н.Ткаченко, Ю.М.Цыгалова и других. Учитывая более высокую сложность решения проблемы достижения роста стоимости компании при переходе к инновационной экономике, необходима дальнейшая разработка вопросов роли советов директоров во внедрении нового стоимостного мышления и их стратегической ответственности за устойчивость роста стоимости компании.

Необходимость разработки новых подходов к управлению стоимостью компании в условиях перехода к инновационной экономике, наличие нерешенных и дискуссионных вопросов определяют актуальность темы, структуру исследования, его цель и задачи.

Цель и задачи исследования. Целью диссертационного исследования является разработка теории и методологии формирования системы управления стоимостью компании, ориентированной на гармоничное сочетание интересов ее финансовых и нефинансовых стейкхолдеров.

Для достижения указанной цели в работе были поставлены и решены следующие задачи, определившие логическую структуру и последовательность исследования:

- 1) разработать концепцию интеграции интересов финансовых и нефинансовых стейкхолдеров в единой системе управления стоимостью компании;
- 2) обосновать направления развития финансовой модели анализа компании, основанной на критерии экономической прибыли, требуемые для формирования новых концепций и методов управления стоимостью компании при переходе к инновационной экономике;
- 3) сформировать концепцию стоимости для стейкхолдеров компании (stakeholder value, STV), опираясь на обобщение междисциплинарных исследований в области стейкхолдерского подхода;
- 4) разработать модель управления стоимостью для финансовых и нефинансовых стейкхолдеров в рамках системы интегрированного управления стоимостью компании;
- 5) развить методы финансового обоснования выбора стратегических альтернатив компании на основе критерия создания стоимости для стейкхолдеров (STVA);
- 6) выделить контур интересов стратегических нефинансовых стейкхолдеров, создающих интеллектуальный и социальный капиталы в компании, и на этой основе уточнить методы анализа инвестированного капитала при решении задач интегрированного управления стоимостью;
- 7) определить характеристики устойчивости роста компании и методы ее оценки в рамках принципов интегрированного управления ее стоимостью;

8) обосновать подход к финансовой оценке текущих результатов исполнения стратегии компании (стратегической эффективности) в системе интегрированного управления ее стоимостью и разработать совокупность соответствующих показателей и индикаторов, отражающих создание стоимости для ее стейкхолдеров (STVA);

9) с целью выявления влияния механизмов корпоративного управления на рост подлинной стоимости компании установить ключевые факторы, определяющие экономическую прибыль российских компаний;

10) сформировать систему контроля за реализацией интегрированного управления стоимостью компании и выделить в ней роль и функции совета директоров;

11) обосновать принципы и разработать инструменты мониторинга создания стоимости для стейкхолдеров компании.

Объектом исследования являются экономические и финансовые отношения в промышленных компаниях разного типа.

Предмет исследования определен как совокупность методологических принципов и методов управления стоимостью компании в интересах финансовых и нефинансовых стейкхолдеров.

Теоретической и методологической основой исследования служат фундаментальные положения управленческой и экономической науки в областях стратегического менеджмента и корпоративного управления, корпоративных финансов, оценки стоимости, разработанные в трудах зарубежных и российских ученых, относящихся к разным экономическим школам.

Исследование основано на методологии научного познания, системном анализе и синтезе. Для проведения эмпирических исследований использованы методы экспертных оценок, статистического и эконометрического анализа данных, логического моделирования.

Информационную базу исследования составили данные международных информационных агентств Блумберг (Bloomberg) и Ван Дейк (Van Dijk), международной базы EMEI, целью которой является публикация информации о компаниях, работающих на развивающихся рынках, и базы Factiva, накапливающей информацию о деятельности компании за длительный период времени, текущие финансовые и нефинансовые показатели, данные о советах директоров. В диссертационном исследовании

довании использованы также сайты инвестиционных компаний и аналитических агентств, материалы годовых отчетов российских компаний, находящиеся в открытом доступе.

Область исследования. Диссертация выполнена в соответствии с Паспортом специальностей ВАК по специальности 08.00.05 «Экономика и управление народным хозяйством: экономика, организация и управление предприятиями, отраслями, комплексами (промышленность)» на стыке со специальностью 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит»

Научные результаты исследования и их новизна состоят в разработке цельной концепции и методов интегрированного управления стоимостью компании, обеспечивающих решение задачи приращения стоимости для финансовых и нефинансовых стейкхолдеров, соответствующей требованиям инновационной экономики.

В ходе диссертационного исследования получены следующие наиболее существенные, выносимые на защиту результаты, отвечающие требованиям научной новизны:

В области специальности 08.00.05 «Экономика и управление народным хозяйством: экономика, организация и управление предприятиями, отраслями, комплексами (промышленность)»:

1. Разработана методология системы интегрированного управления стоимостью компании, которая реализована в концепции гармоничной компании и ее характеристиках, включающих: формирование нового типа структуры капитала компании – архитектуру капитала, охватывающую финансовый, интеллектуальный и социальный капиталы; согласование многополюсных интересов финансовых и нефинансовых стейкхолдеров в пространстве взаимодействия этих форм капиталов; формирование сетевых взаимодействий стейкхолдеров как стратегического фактора стоимости компании; образование особой группы факторов инвестиционного риска – стейкхолдерского риска, препятствующего созданию и наращению интеллектуального и социального капиталов.
2. Построена модель управления стоимостью компании, ориентированного на приращение стоимости для стейкхолдеров (stakeholder value based management, STVM), в которую введен системный контур нефинансового капитала – интеллектуального и социального – для отражения его растущей роли в повышении устойчивости раз-

вития компании и роста ее стоимости. Обоснованы ее отличия от управления, ориентированного на рост стоимости акционерного капитала (value based management, VBM). Доказано, что новая модель управления стоимостью требует: создания сбалансированной архитектуры капитала; выявления не предусмотренных контрактами со стейкхолдерами последствий (внешних эффектов) в процессе разработки стратегических решений и до их принятия; учета в решениях как негативных, так и позитивных внешних эффектов; интеграции двух контуров – финансового и нефинансового капиталов – в оценке результатов деятельности и в построении систем вознаграждения персонала.

3. На основе критерия создания экономической прибыли для финансовых и нефинансовых стейкхолдеров обоснованы характеристики устойчивости роста компании и методы ее анализа в соответствии с принципами интегрированного управления стоимостью компании: метод индекса устойчивости роста; метод построения матриц качества роста. Разработана система матриц для анализа роста, включающая: базовую матрицу качества роста, матрицу на основе экономической прибыли, матрицу устойчивости роста. Осуществлена апробация предложенных методов на выборке крупных публичных российских компаний и обоснована целесообразность их применения для компаний закрытого типа.

4. Сформирован новый подход к эмпирическим исследованиям влияния корпоративного управления на эффективность компании, опирающийся на оценку ее стратегической эффективности, измеряемой через экономическую прибыль. На его основе доказано наличие прямой зависимости между качеством корпоративного управления и стратегической эффективностью компании. Данная зависимость подтверждена на разных выборках крупных публичных российских компаний.

5. Разработана модель корпоративного управления на основе стоимости для всех стейкхолдеров (stakeholder's value based governance, STVG), включающая: стратегически ориентированную систему корпоративного управления; стратегический мониторинг и контроль создания стоимости для стейкхолдеров; эффективный совет директоров, реализующий новую парадигму стоимостного мышления. Доказано, что новая модель корпоративного управления предполагает ответственность совета директоров за формирование ограничения неубывания стоимости для

стейкхолдеров. Определены специфические функции совета директоров для создания системы таких ограничений.

6. Сформирована концепция и построена модель нового стратегического отчета о стоимости для стейкхолдеров компании, включающая специальные финансовый и нефинансовый отчеты и их необходимый методический аппарат. Обосновано, что при формировании стратегического отчета о стоимости необходимо выделять совокупность данных о системном контуре нефинансового капитала, и с этой целью предложены методы платформы наращивания стоимости и сегмента стоимости. Для обобщения результатов интегрированного управления стоимостью компании в рамках специального финансового отчета предложены: метод совокупной доходности акционерного капитала, прямой метод экономической прибыли, метод интеллектуального капитала.

В области специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит»:

7. Обоснованы теоретико-методологические положения оценки и развития концепция стоимости для стейкхолдеров компании, формирующая новую парадигму финансовой модели анализа компании. Выдвинуто и доказано положение о наличии существенных различий в решении задачи максимизации стоимости акционерного капитала и максимизации стоимости для стейкхолдеров. Обосновано положение о том, что создание приращения стоимости для стейкхолдеров (stakeholder value added, STVA) основано на принципе потока положительной экономической прибыли, который должен быть распространен на нефинансовых стейкхолдеров.

8. В составе системы интегрированного управления стоимостью компании разработаны методы финансового обоснования выбора стратегических альтернатив компании, позволяющие оценивать их влияние на создание стоимости для стейкхолдеров и включающие: метод индексов экономической прибыли, метод спреда вклада нефинансовых стейкхолдеров в создание экономической прибыли, метод точек стратегического разрушения стоимости компании. В рамках метода точек стратегического разрушения стоимости компании наряду с пороговыми финансовыми показателями введен индекс гармонизации интересов стейкхолдеров.

9. Обоснована необходимость оценки эффективности реализации стратегии компании (стратегической эффективности) на основе ее экономической прибыли. Разработана система показателей оценки стратегической эффективности в соответст-

вии с критерием создания стоимости для стейкхолдеров, включая: прямые показатели экономической прибыли; модифицированные показатели экономической прибыли, увязанные с системным контуром нефинансового капитала. Обоснованы принципы формирования агрегированного показателя роста компании (average growth factor, AGF) для оценки ее стратегической эффективности с учетом стадии жизненного цикла организации и целесообразность включения в него показателей экономической прибыли.

10. На основе вывода о формировании нового типа структуры капитала – архитектуры капитала - развиты методы анализа инвестированного капитала и его доходности для целей обоснования решений в области финансового и стратегического управления. В анализ инвестированного капитала введен принцип фундамента стоимости для стейкхолдеров, в соответствии с которым обоснованы: метод выделения стратегических и поддерживающих затрат на создание интеллектуального и социального капиталов; метод выделения стратегических и поддерживающих инвестиций для идентификации влияния на приращение стоимости для стейкхолдеров.

11. Уточнена роль экономической прибыли в сравнении с бухгалтерскими показателями для контроля изменений рыночной стоимости публичной компании. На основе эмпирического исследования способности экономической прибыли объяснить изменение рыночной капитализации на данных выборки компаний с развивающихся рынков капитала, включая российский, доказана ее более высокая объясняющая способность. Показано, что применение принципа фундамента стоимости в части капитализации стратегических затрат на создание интеллектуального капитала способствует увеличению объясняющей способности экономической прибыли исследованной выборки компаний.

Практическая значимость исследования заключается в ориентировании менеджмента и советов директоров российских промышленных компаний на современные методы управления стоимостью и концепции корпоративного управления. Предложена совокупность инструментов интеграции интересов финансовых и нефинансовых стейкхолдеров в процесс выбора корпоративных стратегий, анализа роста компании, оценки текущих результатов реализации ее стратегий. Практической значимостью обладают разработанные принципы нового стоимостного мыш-

ления для советов директоров и инструменты его внедрения в деятельность корпоративных директоров для достижения устойчивости роста стоимости компании.

Самостоятельное практическое значение имеют:

- методы финансовой оценки стратегических альтернатив компании на основе критерия стоимости для ее стейкхолдеров и инструменты анализа точек стратегического разрушения стоимости для финансовых и для нефинансовых стейкхолдеров, включая индекс гармонизации интересов;
- методы и инструменты анализа устойчивости роста компании в форме индекса устойчивости роста, системы матриц качества роста на основе рыночной и внутренней стоимости компании (экономической прибыли), матрицы устойчивости роста компании;
- методы анализа инвестированного капитала компании на основе принципа фундамента стоимости для всех стейкхолдеров с целью обоснования стратегических решений и уточнения оценок доходности капитала и стратегической эффективности компании;
- рекомендации по трансформации функций советов директоров и созданию комитета по стоимости в его составе для реализации интегрированного управления стоимостью компании;
- рекомендации совету директоров по формированию стратегического отчета о стоимости для стейкхолдеров и предложенный методический аппарат.

Апробация результатов исследования

Основные положения и полученные результаты обсуждались на 15 международных конференциях, в том числе: V, VI, VII конференциях по корпоративному управлению и роли советов директоров Европейского института исследований в менеджменте в Брюсселе (2008г., 2009г., 2010г.), IV конференции «Нематериальные активы: анализ и измерение» Европейского института исследований в менеджменте (2009г.), I и II конференциях Евразийского сообщества исследователей в экономике и бизнесе (Стамбул, 2009г., 2010г.), ежегодной конференции Глобальной ассоциации исследователей в области бизнеса и бизнес-технологий (Прага, 2009), I и II международных конференциях ГУ-ВШЭ «Корпоративное управление и устойчивое развитие бизнеса: стратегическая роль совета директоров» (Москва, 2006г. и 2007г.), VIII, IX, X, XI международных конференциях ГУ-ВШЭ «Модерни-

зация экономики и общественное развитие» (2007г.,2008г.,2009г.,2010г.), международной научно-практической конференции «Экономическое развитие в современном мире: динамика рыночных процессов и преобразование бизнес-среды» (Екатеринбург, 2007г.), международной научно-практической конференции «Реструктуризация финансовой системы России как условие перехода к экономическому росту» в МГУ им.М.В.Ломоносова (1999г.).

Предлагаемые соискателем теоретические положения и практические рекомендации были представлены автором в докладах на 2-х Всероссийских конференциях, включая IX Всероссийский симпозиум ЦЭМИ «Стратегическое планирование и развитие предприятий» (2009г.) и Российское экономическое собрание (2008), а также стали предметом основного доклада «Капитализация: крах или второе рождение?», сделанного в дискуссионном клубе «Менеджмент. Вызовы XXI века» Международного университета в Москве (2009г.).

Внедрение результатов исследования. Разработанные в диссертации теоретические положения и модели внедрены в исследования научно-учебной лаборатории корпоративных финансов Государственного университета – Высшая школа экономики (ГУ-ВШЭ) и использованы в составе Программы фундаментальных исследований ГУ-ВШЭ при выполнении тем фундаментальных исследований: в 2009г. «Эмпирические исследования корпоративных финансовых решений компаний России и других растущих рынков капитала» и в 2010 г. «Исследования корпоративных финансовых решений компаний России и других стран с развивающимися рынками капитала в условиях глобальной трансформации рынков капитала и становления экономики инновационного типа». Подтверждено соответствующей справкой о внедрении.

Материалы диссертации используются в преподавании на магистерском уровне подготовки на факультете экономики ГУ-ВШЭ в курсах «Корпоративные финансы-2» (продвинутый уровень), «Стратегические финансы фирмы», «Управление стоимостью компании», а также в научных семинарах для магистров «Эмпирические корпоративные финансы», «Стратегическое управление финансами фирмы в условиях инновационной экономики», что подтверждено справкой о внедрении.

Прикладные методики, предлагаемые в диссертации, используются в программах для высших руководителей и собственников российских компаний

(Executive MBA) и «Доктор делового администрирования», а также программе профессиональной переподготовки специалистов для получения дополнительной квалификации «Мастер делового администрирования (MBA)» со специализацией в финансах (MBA-финансы) Высшей школы менеджмента ГУ-ВШЭ, что подтверждено справкой о внедрении.

Основные выводы и рекомендации диссертационного исследования по совершенствованию методов управления стоимостью компании, обоснованию выбора стратегий и оценки результатов их реализации используются в деятельности российских промышленных компаний, что подтверждено справками о внедрении ОАО «ЭМАльянс», ООО «Самарский Стройфарфор», ООО «Версиво-Ламинат», ООО «ПЛК», ООО «Запсибтрансгаз», ООО «СибурТюменьГаз», ЗАО «Самарский гипсовый комбинат».

Разработанные в диссертации элементы системы интегрированного управления стоимостью компании внедрены в практику управленческого и финансового консультирования российских промышленных компаний консалтингово-аудиторской группы «Энпи® Консалт» и некоммерческого партнерства «Российский институт директоров», что подтверждено справками о внедрении.

Публикации. По теме диссертации опубликовано 64 работы общим объемом 86,89 п.л. (авторский объем 71,28 п.л.), в том числе 19 статей общим объемом 20,44 п.л. (авторский объем 13,88 п.л.) в журналах и изданиях, определенных ВАК Минобрнауки России.

Содержание диссертации

Введение.

Раздел I. Теоретические концепции и методология интегрированного управления стоимостью компании

Глава 1. Развитие финансовой модели анализа компании в условиях перехода к инновационной экономике.

- 1.1. Принципы финансовой модели анализа компании.
- 1.2. Развитие финансовой модели анализа компании в концепции управления стоимостью акционерного капитала.
- 1.3. Формирование контура нефинансовых стейкхолдеров в анализе капитала компании: стейкхолдеры и создание интеллектуального капитала.

1.4. Формирование контура нефинансовых стейкхолдеров в анализе капитала компании: стейкхолдеры как носители социального капитала.

Глава 2. Концепция гармоничной компании

2.1. Новая парадигма анализа компании: добавленная стоимость для стейкхолдеров.

2.2. Характеристики гармоничной компании.

2.3. Создание стоимости для стейкхолдеров на основе потока экономической прибыли.

2.4. Принципы интеграции контуров финансовых и нефинансовых стейкхолдеров в управлении стоимостью компании.

Раздел II. Оценка стратегических альтернатив компании в системе интегрированного управления стоимостью

Глава 3. Интеграция контуров финансовых и нефинансовых стейкхолдеров в финансовом обосновании стратегии компании

3.1. Анализ инвестированного капитала в системе интегрированного управления стоимостью компании.

3.2. Оценка стратегических альтернатив на основе стоимости для стейкхолдеров.

3.3. Точки стратегического разрушения стоимости для стейкхолдеров компании.

3.4. Экономическая прибыль и контроль создания стоимости компании на развивающихся рынках капитала.

Глава 4. Анализ устойчивости роста в системе интегрированного управления стоимостью компании

4.1. Построение матриц качества роста на основе финансовой модели анализа компании.

4.2. Интеграция контуров финансовых и нефинансовых стейкхолдеров в анализе устойчивости роста компании.

4.3. Исследование устойчивости роста крупных российских компаний.

Реализации системы интегрированного управления стоимостью: роль и функции советов директоров

Глава 5. Модель корпоративного управления на основе стоимости для стейкхолдеров

5.1. Переход от сбалансированной системы корпоративного управления к стратегически ориентированной системе.

5.2. Влияние корпоративного управления на стратегическую эффективность компании: исследование крупных российских компаний.

5.3. Элементы модели корпоративного управления на основе стоимости для стейкхолдеров (stakeholder value based governance, *STVBG*).

Глава 6. Стратегический мониторинг создания стоимости для стейкхолдеров

6.1. Модель стратегического отчета о стоимости для стейкхолдеров компании.

6.2. Методы формирования финансового отчета о создании стоимости для стейкхолдеров.

6.3. Методы формирования нефинансового отчета о создании стоимости для стейкхолдеров.

Заключение.

Библиография

Приложения

II. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ РАБОТЫ

1. Развитие финансовой модели анализа компании

На основе структуризации теоретико-методологических положений и моделей реализации концепции управления на основе стоимости акционерного капитала (*value based management, VBM*) в диссертации сформулированы новые направления развития финансовой модели анализа компании.

Обосновано положение о ключевых финансовых характеристиках компании, выражающих качество ее капитала на протяжении всего жизненного цикла организации (ЖЦО), и с этой целью введено понятие «финансовых измерений» компании. К ним отнесены ликвидность, инвестиционный риск и подлинная (внутренняя) стоимость компании, которым в годовом разрезе анализа соответствуют показатели: поток свободных денежных средств для собственников (*FCFE*), средневзвешенная ставка затрат на капитал (*WACC*) и экономическая прибыль (*residual income, RI*), определяемая путем умножения спреда доходности (*ROCE-WACC*) на инвестированный капитал (*CE*). Обосновано, что адекватное отражение характеристик качества капитала компании достигается именно в финансовой модели анализа компании в противоположность условиям, которые создаются принципами бухгалтерской модели. Показано, что сам процесс ее развития на протяжении ЖЦО может быть представлен в форме кривой, отражающей преобладающую тенденцию в создаваемой экономической прибыли, или в форме финансовой кривой ЖЦО. Поэтому именно финансовая модель анализа формирует необходимые предпосылки для управления стоимостью компании в течение ЖЦО.

Показано, что в рамках концепции управления стоимостью (*value based management, VBM*), сосредоточенной на задаче максимизации стоимости акционерного капитала (*shareholder value, SHV*), сформировалась совокупность аналитиче-

ских инноваций, которые способствовали существенному развитию самой финансовой модели анализа компании. К ним относятся: методы анализа инвестированного капитала с учетом капитализации инвестиционной части расходов (модель экономической добавленной стоимости – *EVA®*, модель добавленной стоимости потока денежных средств – *CVA*, модель *CFROI™*); анализ экономического срока инвестированного капитала и периода угасания положительного спреда доходности инвестированного капитала (модель *CFROI™*, модель экономической доходности инвестированного капитала (*CROCI*)); методы отражения инфляции в анализе экономической прибыли (*CFROI™*, *CROCI*). Однако выявленный вклад концепции *VBM* и моделей ее реализации не достаточен для осмысления меняющейся парадигмы теоретического и прикладного финансового анализа компании в инновационной экономике. В диссертации обосновано, что развитие финансовой модели анализа компании должно быть связано со следующими направлениями: во-первых, с введением в дополнение к финансовым измерениям компании нового контура – стратегических нефинансовых стейкхолдеров, создающих нефинансовые формы капитала; во-вторых, с новым видением взаимодействия интересов стейкхолдеров, определяющих их мотивацию, влияние на инвестиционные риски компании и на создание ее стоимости; в-третьих, с новым подходом к анализу агрегированного результата деятельности компании – с введением оценки стоимости для стейкхолдеров (*stakeholder value*, *STV*).

2. Системный контур нефинансовых форм капитала

В результате выполненного в диссертации обобщения научных дискуссий о развитии концепций фирмы выдвинуто и доказано положение о формировании *системного контура нефинансового капитала* в фирме.

Первый элемент системного контура – интеллектуальный капитал. *Интеллектуальный капитал* включает как накопленные знания, так и способности их трансформации и создания новых знаний и предполагает наличие трансформационных компетенций персонала и других стейкхолдеров компании. Формирование интеллектуального капитала, накопление соответствующих компетенций в компании зависит от специфики стейкхолдеров как носителей знаний и от качества связей с ними. Соединение социальных взаимодействий и формализованных и неформали-

зованных знаний создает основу для *динамических и трансформационных способностей* как особых компетенций, позволяющих осуществлять их реконфигурацию для достижения фирмой соответствия динамичной среде.

Для анализа интеллектуального капитала целесообразно выделять два его уровня: компоненты первого уровня – человеческий, клиентский, организационный – и субкомпоненты, раскрывающие состав ключевых компонент. Такой подход позволяет исследовать влияние компонент и субкомпонент на стоимость компании даже при условии отсутствия оценки интеллектуального капитала, в том числе и в условиях развивающихся рынков капитала. Рост роли интеллектуального капитала рассматривается как катализатор смены представлений о фирме, и наиболее полно рассмотрен в концепции фирмы, основанной на знании (*knowledge-based firm*). На основе анализа работ в данной области выдвинуто положение о существенных сдвигах в понимании механизмов создания стоимости компании, связанных со смещением усилий от *присвоения* ресурса до процесса создания продукта *к созиданию самого ресурса* в виде особых способностей, процессов и управленческих рутин в самом производстве. Такое смещение создает барьеры для заключения полного явного контракта со стейкхолдерами – носителями интеллектуального капитала, который призван выполнять роль инструмента компенсации за ресурсы и возможные риски.

Второй элемент системного контура нефинансового капитала – *социальный капитал*, охватывающий совокупность норм, ценностей, умений достичь договоренности и способностей к самоорганизации и сотрудничеству. Роль социальных факторов в контексте условий развития компании рассматривается в академической литературе в ракурсе наличия у нее *активов качества отношений* (*relational assets*), составляющих первый компонент социального капитала. К ним относят внутрифирменные и внешние отношения между корпорацией и ее персоналом, внутри разных групп персонала, отношения компании с инвесторами, поставщиками, партнерами, клиентами (потребителями), регулирующими органами. Второй компонент социального капитала – *когнитивные качества* - способности осознания разделяемых целей, степень общности ценностей и представлений.

Выявлено, что соединение указанных компонентов социального капитала может создавать эффект *внутреннего и внешнего рычага*. Действие внутреннего

рычага основано на индивидуальных инициативах членов коллектива и предполагает создание благоприятного климата для их реализации. Действие внешнего рычага вовлекает внешние связи стейкхолдеров, взаимное сотрудничество, встречные инициативные действия. Способность гибко использовать внутренний и внешний рычаги формирует самостоятельное свойство, называемое в академической литературе *силой проникновения* (boundary-spanning). Таким образом, корневая характеристика социального капитала в компании – возникновение взаимодействий, которые пересекают внутренние и межорганизационные уровни. В диссертации выдвинуто положение о том, что использование данных рычагов способно создавать стоимость компании по нескольким направлениям: через отношения доверия и общность ценностей прямо влиять на снижение транзакционных издержек в отношениях с клиентурой, партнерами, персоналом; вести к повышению качества персонала, росту корпоративной культуры и поэтому способствовать ускорению бизнес-процессов и росту их эффективности. Данные эффекты ведут к увеличению потока свободных денежных средств, уменьшению неопределенности и могут снижать уровень делового риска компании. Важно, что такие взаимодействия формируются в самом процессе создания продукта и не могут быть полностью учтены, как и в случае с интеллектуальным капиталом, в контракте со стейкхолдерами.

Системный контур нефинансовых форм капитала - интеллектуального и социального капитала – охватывает комбинации специфических ресурсов, создающих уникальные и невозпроизводимые эффекты в *самом процессе* производства и продвижения продукта, и формирует коренные конкурентные преимущества компании. В диссертации сделан вывод о том, что образование такого системного контура вносит существенные отличия в понимание характера взаимоотношений со стейкхолдерами – создателями данных форм капитала.

3. Концепция гармоничной компании.

В диссертации выдвинута и обоснована концепция *гармоничной компании*, формирующая методологическую основу интегрированного управления ее стоимостью.

В условиях перехода к инновационной экономике трактовка процесса создания стоимости в фирме на основе принципа остаточного характера прав акционеров не дает полной интерпретации происходящих в нем изменений. На основании вы-

полненного в диссертации анализа точек зрения в области стейкхолдерского подхода сделан вывод о том, что образование системного контура нефинансовых форм капитала не может объясняться наличием механизмов явных контрактов, определяющих вознаграждение за ресурсы нефинансовых стейкхолдеров и защиту от риска по поводу их использования. Формирующаяся новая парадигма анализа фирмы признает недостаточным взгляд на нее с позиций приоритета финансовой формы капитала. Гармоничная компания предполагает обеспечение согласования интересов финансовых и нефинансовых стейкхолдеров, формирующихся в пространстве взаимодействия трех видов капитала - финансового, интеллектуального и социального, и согласования краткосрочных и долгосрочных горизонтов их реализации. Поэтому первая характеристика гармоничной компании состоит в достижении *баланса интересов стратегических стейкхолдеров*. В множестве интересов финансовых и нефинансовых стейкхолдеров более не предполагается безусловный приоритет интересов акционеров компании. Гармонизация, достигаемая в пространстве интересов финансовых и стратегических нефинансовых стейкхолдеров, - более сложный процесс, чем выстраивание иерархии интересов агента и принципала, в роли которого выступают акционеры. Иерархия интересов по линии агент-принципал создает ограничения в трактовке создания стоимости компании в условиях перехода к инновационной экономике. С этим связано снижение роли агентского конфликта между акционерами (в роли принципала) и наемным менеджментом (в роли исполнителя-агента) как парадигмы анализа компании.

В диссертации выдвинуто и доказано положение о формировании нового типа структуры капитала - *архитектуры капитала*, которая составляет вторую характеристику гармоничной компании. Истоки подходов к проблеме связаны с работами С. Майерса, предложившего понятие «финансовой архитектуры фирмы» (Myers, 1999) как системы ее корневых структур: собственности, способов финансирования, стимулов и контроля. В диссертации архитектура капитала рассмотрена как соотношение всех форм капитала - финансового, социального и интеллектуального, фиксирующее совокупность их структурных характеристик: собственность на каждую из трех форм капитала; мотивацию финансовых и стратегических нефинансовых стейкхолдеров и способов достижения их стратегических намерений, формирующих бизнес-модель компании; структуру факторов рисков и их распределения

между стейкхолдерами. Выдвинутое положение об архитектуре капитала формирует новый срез анализа фирмы в части выбора ее финансовых решений и подходов к корпоративному управлению как механизму гармонизации интересов стейкхолдеров. При решении задачи максимизации стоимости акционерного капитала учет возможных внешних эффектов, означающих не предусмотренные контрактом последствия для интересов остальных стейкхолдеров, *не является* предпосылкой принятия решений. Учет таких эффектов осуществляется *после* принятия решения, рассматриваемого как инструмент достижения цели максимизации стоимости акционерного капитала. Баланс интересов в гармоничной компании, напротив, предполагает обратную последовательность: структурирование более широкого пространства интересов, их анализ, выявление экстерналий и их учет *в процессе разработки* самого решения и *до* его принятия. Существенное отличие связано также с *характером* самих экстерналий. Балансирование интересов в гармоничной компании основано на учете всех типов экстерналий: как негативных, так и позитивных.

Архитектура капитала гармоничной компании как ее центральное свойство определяет третью характеристику – особую конфигурацию факторов стоимости, в которой выделяется *фактор стоимости стратегического уровня в форме сетевых взаимодействий стейкхолдеров*. Взгляд через призму стейкхолдерских сетей опирается на концепцию «расширенного предприятия» (extended enterprise), когда фирма рассматривается как узел в сетях взаимосвязанных внутренних и внешних стейкхолдеров, которые рождают, поддерживают и наращивают ее способности создания потоков ценностей и стоимости. В диссертации сформулировано положение о том, что стейкхолдерские сети создают дополнительный механизм накопления интеллектуального и социального капиталов и должны рассматриваться как фактор создания стоимости более высокого порядка, обладающий мощным воздействием на выбор стратегических альтернатив и эффективность исполнения ее корпоративной стратегии. Применительно к гармоничной компании выделения традиционных - операционных и финансовых - факторов стоимости недостаточно. Трансформационные способности, составляющие условие возникновения и существования интеллектуального капитала, а также способности генерирования доверия,

воспроизводства и наращивания его уровня, составляющие содержание социального капитала, не сводятся к операционным способностям фирмы и не тождественны им.

В диссертации выдвинуто положение о формировании особой группы факторов инвестиционного риска – *стейкхолдерского риска*, составляющего четвертую характеристику гармоничной компании. Стейкхолдерский риск охватывает: потерю доверия участников сети в результате утраты устойчивости взаимосвязей; утрату способности к трансформации компетенций под новые возможности для бизнеса и создания новых компетенций. Он означает создание препятствий наращению социального и интеллектуального капиталов в компаний, или потерю части социального или интеллектуального капиталов. На уровне качественного анализа компании стейкхолдерский риск должен быть учтен как угроза потери или снижения динамики компании, что будет выражаться не только в динамике роста, но и в неадекватности реагирования на необходимость реконфигурации коренных компетенций. На уровне количественного анализа этот вид риска может быть учтен в форме *премии за специфические риски компании*. Снижение стейкхолдерского риска становится необходимым условием устойчивости роста стоимости для стейкхолдеров.

4. Принципы анализа стоимости для стейкхолдеров

На основе выдвинутой в диссертации концепции гармоничной компании обоснованы теоретико-методологические положения оценки стоимости для стейкхолдеров компании (stakeholder value, STV).

Анализ стоимости для стейкхолдеров (STV) предполагает иной взгляд на процессы и на результаты в компании по сравнению с концепцией максимизации стоимости капитала акционеров (shareholder value, SHV). Проблема целевой функции фирмы в связи с усилением роли ее стейкхолдеров остается дискуссионной. Сформировались три точки зрения. Во-первых, трактовка стейкхолдерского подхода как нового средства реализации целевой функции максимизации стоимости акционерного капитала, или «расширенная трактовка» (enlightened value maximization). Во-вторых, трактовка целевой функции фирмы как комбинации функции максимизации стоимости акционерного капитала и функции социальной ответственности, или «основанный на ценностях подход» (value(s)-based). Третья, альтернативная позиция основана на максимизации «совокупной (всеобъемлющей)

стоимости фирмы» с учетом интересов стейкхолдеров (total value creation). Исходя из обобщения дискуссий, в диссертации обосновано положение о необходимости анализа *приращения (изменения) стоимости, созданной для стейкхолдеров (stakeholder value added, STVA)* при проведении анализа фирмы в условиях формирования инновационной экономики. Необходимо в общей задаче максимизации стоимости компании различать самостоятельные задачи: *максимизации стоимости акционерного капитала* и *максимизации стоимости для стейкхолдеров*. Обе задачи могут совпадать только при условии наличия совершенных рынков. В этом случае транзакционные издержки, вызванные составлением полных контрактов с нефинансовыми стейкхолдерами и мониторингом их исполнения, не существенны. Противоположная ситуация возникает, если не возможно заключить полный контракт, отражающий все выгоды, причитающиеся нефинансовому стейкхолдеру компании. Экстерналии, высокие транзакционные издержки противоречат данным предположкам.

Показано, что основу прироста стоимости компании составляют потоки выгод, которые связаны с разными факторами на стороне стратегических нефинансовых стейкхолдеров, влияющими на формирование интеллектуального и социального капиталов. Влияние факторов такого типа может быть рассмотрено по аналогии с эффектами синергии. В случае несовершенств рынка максимизация стоимости компании с учетом факторов на стороне стейкхолдеров и создания для них возможности реализации выгод, основанных на данных факторах, дает более высокий результат, чем максимизация стоимости акционерного капитала. При отсутствии отмеченных выше предпосылок максимизация стоимости компании не приводит к совпадению как необходимых решений для достижения двух самостоятельных задач, так и результатов их решения в одной и той же компании. Таким образом, утрата части стоимости компании возможна при отсутствии предпосылок и способов согласования интересов финансовых и нефинансовых стейкхолдеров.

В диссертации обосновано применение критерия экономической прибыли для анализа приращения стоимости для стейкхолдеров (STVA). Экономические прибыли для нефинансовых стейкхолдеров возникают в разных звеньях цепочки ценности компании, и их альтернативные издержки могут определяться двумя способами. Первый из них основывается на конкурентных ценах путем сопоставления

с рыночными ценами, которые может получить тот или иной стейкхолдер за свой ресурс, в которых уже учтены дополнительные издержки входа в коммуникации с компанией. Второй способ определения альтернативных издержек учитывает издержки выхода из коммуникаций с компанией, зависящие от условий использования ресурсов стейкхолдеров, которые создает компания. Применение критерия экономической прибыли позволяет классифицировать ситуации создания стоимости для стейкхолдеров компании. Во-первых, ситуации создания положительных экономических прибылей для всех стейкхолдеров. Во-вторых, ситуации создания положительных экономических прибылей для финансовых стейкхолдеров, но отрицательных – для стратегических нефинансовых стейкхолдеров. В-третьих, ситуации отрицательной экономической прибыли для финансовых стейкхолдеров, но положительной – для стратегических нефинансовых стейкхолдеров. В-четвертых, ситуации, в которых экономическая прибыль не создается ни для финансовых, ни для нефинансовых стейкхолдеров. Показано, что в ситуации отрицательной экономической прибыли для стратегических нефинансовых стейкхолдеров, они так же, как и финансовые, теряют мотив продолжения коммуникаций с компанией и могут выйти из них. Такое решение зависит от издержек выхода, которые специфичны для конкретной категории стейкхолдеров. В диссертации введена группа факторов, влияющих на решения о выходе стейкхолдера из коммуникаций с данной компанией: управленческие решения о величине ренты, накапливаемой в компании, составляющей ресурс управленческой гибкости; возможность получить отложенную компенсацию утрачиваемой экономической прибыли; сила влияния стейкхолдеров на ситуацию в компании, связанная с ресурсным критерием и с критерием стейкхолдерского риска; состояние рынков, где формируются альтернативные издержки разных категорий стейкхолдеров. В диссертации обосновано положение о том, что создание приращения стоимости для стейкхолдеров ($STVA > 0$) основано на принципе *не разрушения потока экономической прибыли*, который должен быть распространен и на стратегических нефинансовых стейкхолдеров.

5. Модель управления на основе стоимости для стейкхолдеров компании.

На основе обоснованной в диссертации концепции гармоничной компании разработана модель управления на основе стоимости для стейкхолдеров, формирующая элемент системы интегрированного управления стоимостью компании.

Модель управления на основе стоимости для стейкхолдеров компании (stakeholder value based management, *STVM*) рассматривается как совокупность процессов координации в компании и соответствующих им инструментов, нацеленных на достижение положительного приращения стоимости для стейкхолдеров (stakeholder value added, *STVA*). Доказано, что новая модель обладает существенными отличиями от управления на основе стоимости акционерного капитала (*VBM*). Во-первых, она базируется на задаче приращения стоимости для стейкхолдеров (stakeholder value added, *STVA*). Ее решение не идентично максимизации стоимости акционерного капитала, поскольку требуемые для их совпадения предпосылки в реальных экономических условиях не выполняются. Во-вторых, данная модель исходит из нового стоимостного мышления, предполагающего иную трактовку достижения баланса интересов стейкхолдеров. Формирование платформы создания стоимости тремя видами капиталов - финансовым, интеллектуальным и социальным – определяет требуемый подход. Достижение положительной экономической прибыли для нефинансовых стейкхолдеров может требовать решений, при которых экономическая прибыль для финансовых стейкхолдеров может не увеличиться в краткосрочной перспективе. Поэтому необходима интеграция двух контуров – финансовых и нефинансовых стейкхолдеров в управлении, ориентированном на приращение стоимости компании. Формирование системного контура нефинансового капитала определяет третье отличие модели, заключающееся в новых подходах к анализу и выбору стратегических альтернатив компании, к оценке результатов создания стоимости и исполнения стратегий. С этой целью в рамках модели управления на основе стоимости для всех стейкхолдеров разработаны методы интеграции системного контура нефинансового капитала в финансовое обоснование выбора стратегии компании.

6. Принципы и методы анализа инвестированного капитала в системе интегрированного управления стоимостью компании

В рамках разработки инструментальной составляющей модели управления на основе стоимости для стейкхолдеров компании (*STVM*) как элемента системы интегрированного управления стоимостью в диссертации уточнены методы анализа инвестированного капитала по сравнению со сложившимся подходом.

Показано, что в рамках развития финансовой модели анализа компании целесообразно применение *принципа фундамента стоимости для стейкхолдеров компании (STV)*. Он направлен на решение двух задач в процессе оценивания капитала для стратегических целей. Первая связана с расширением трактовки инвестированного капитала и введением в него компонентов (субкомпонентов) интеллектуального капитала и социального капиталов. Вторая - с уточнениями метода анализа результативности уже осуществленных инвестиций. Решение первой задачи основано на выделении инвестиционной части из расходов, понесенных на создание компонентов (субкомпонентов) интеллектуального и социального капиталов. Это предполагает разделение всех затрат данной направленности на *стратегические* затраты (*strategic costs, SC*) и *поддерживающие* (*maintenance cost, MC*). Под *стратегическими* понимаются затраты компании для реализации решений, направленных на создание *прироста* стоимости для стейкхолдеров (*STVA*). Такие затраты предлагаются рассматривать как инвестиции, и они составят дополнительные элементы инвестированного капитала в анализе стратегий компании. Остальные затраты, связанные с нефинансовыми формами капитала, рассматриваются как *поддерживающие затраты* (*maintenance cost, MC*). В этом случае их трактовка не расходится с оценками в бухгалтерском учете, где их относят к расходам, уменьшающим стоимость активов. Решение второй задачи анализа инвестированного капитала для стратегических целей предполагает распространение принципа фундамента стоимости для стейкхолдеров (*STV*) *дополнительно на инвестиции в другие активы*, осуществляемые в компании. Показано, что в этом случае целесообразен подход, аналогичный предложенному в модели добавленной стоимости потока денежных средств (*cash value added, CVA[®]*). Во-первых, выделяется часть инвестиций – *стратегические инвестиции* в материальные активы (*strategic investments, SI*), которые определяются как направленные на создание приращения стоимости для фи-

нансовых и нефинансовых стейкхолдеров. Во-вторых, выделяются *поддерживающие* (не стратегические) инвестиции (maintenance investments, *МЛ*), которые нацелены на сохранение уже созданной стоимости. Поддерживающие инвестиции приравниваются к традиционным операционным расходам, не капитализируются, и инвестированный капитал уменьшается на их величину. Применение двух типов поправок к инвестированному капиталу означает изменения и в расчетах прибыли в части состава и величины расходов.

Предложенный подход к анализу инвестированного капитала детализирован в части методики капитализации стратегических затрат, предусматривающей способ их капитализации, способ амортизации капитализированных стратегических затрат, поправки к расчетам прибыли. В случае применения принципа фундамента стоимости для стейкхолдеров в стратегическом анализе, основанном на мотивах, намерениях и действиях для достижения ожидаемого результата, совокупный инвестированный капитал существенно изменяется по составу и величине в компаниях, нацеленных на наращивание компонентов интеллектуального и социального капитала на регулярной основе. Несмотря на дополнительные усилия, необходимые для трансформации исходных данных учета, полученные оценки инвестированного капитала создают более реалистичное отражение ресурсов, образующих базу бизнес-модели таких компаний, вносят уточнения в оценки эффективности деятельности для управленческих нужд и стратегического анализа компании.

7. Методы финансового обоснования выбора стратегии компании на основе стоимости для стейкхолдеров

В диссертации предложены и разработаны методы финансового обоснования выбора стратегии компании на основе приращения стоимости для стейкхолдеров (*STVA*), развивающие инструментальную составляющую модели управления на основе стоимости для стейкхолдеров (*STVM*).

Выдвинуто и обосновано положение о том, что смена парадигмы анализа компании ставит задачу развития нового направления анализа компании для целей разработки ее стратегии – *финансовых измерений корпоративных стратегий на основе принципов создания стоимости для стейкхолдеров*. Ключевая задача нового направления - выявление потенциального вклада рассматриваемых стратегических

альтернатив в создание стоимости для стейкхолдеров на корпоративном уровне и на уровне подразделений компании путем применения совокупности замеров. В диссертации выдвинуто и обосновано положение о применении *принципа неубывания стоимости для стейкхолдеров* на этапе обоснования выбора стратегии компании. Стоимость для стейкхолдеров по состоянию *до* принятия определенной стратегической альтернативы, или *стоимость «как есть»*, должна быть сопоставлена со стоимостью для стейкхолдеров, которая может сложиться *в результате* осуществления данного стратегического сценария. Логика такого сопоставления отражена в общей форме следующим образом:

$$STV_{so} > STV_{sp} \quad (1),$$

где: STV_{so} – stakeholder value with strategic opportunities – стоимость для стейкхолдеров с учетом реализации стратегической альтернативы, STV_{sp} – value with strategy in place – стоимость для стейкхолдеров при имеющейся в настоящее время стратегии.

Для реализации данного принципа в диссертации разработан комплекс методов. Метод индексов экономической прибыли предполагает использование *индекса накапливаемой экономической прибыли (residual income index, RII)*, или *индекса рентабельности на основе потока экономической прибыли* (формула 2), что обеспечивает сопоставимость результата, полученного по разным стратегическим альтернативам:

$$RII_i = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{RI_{it}}{(1+r_i)^t}}{\sum_{t=1}^n \frac{I_{it}}{(1+r_i)^t}}, \quad (2)$$

где: RII_i — residual income index — индекс накапливаемой экономической прибыли i -й компании; RI_{it} — residual income — экономическая прибыль i -й компании в год t ; I_{it} — вложения в инвестированный капитал i -й компании за год t .

Период, называемый прогнозным (n), связан со спецификой стратегической альтернативы и означает продолжительность обладания компанией ключевыми конкурентными компетенциями (*core competencies*). За его пределами экономическая прибыль не может быть устойчивой. Определенная корпоративная стратегия оказывает существенное влияние на продолжительность прогнозного периода, так как она выстраивается на основе имеющихся компетенций и их требуемых измене-

ний. Чем выше индекс RII , тем более привлекательна стратегическая альтернатива в рамках контура финансовых стейкхолдеров. Сопоставляя деловые единицы, выделенные в компании, по значениям коэффициентов RII , можно получить сравнительную картину стратегической эффективности в контуре финансовых стейкхолдеров.

Второй разработанный метод – *спреда вклада стратегических стейкхолдеров* ($STV\text{-}spread$) – основан на индексе вклада в экономическую прибыль ($STPI$), который строится на основе суммы экономической прибыли на собственный капитал (residual income for the equity, RI_E) за период n . Индекс вклада ($STPI$) целесообразно рассчитывать применительно к j -й категории стратегических стейкхолдеров отдельно (формула 3):

$$STPI_{ij} = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{RI_{E,jt}}{(1+r)^t}}{\sum_{t=1}^n \frac{C_{ijt}}{(1+r)^t}} \quad (3)$$

Построение индекса связано с оценкой затрат, понесенных в связи с привлечением j -й категории стратегических стейкхолдеров i -й компании в год t (C_{ijt}), и его необходимо сравнить с планкой отсчета – аналогичным индексом сопоставимых компаний ($STPIB_j$) (формула 4):

$$STVspread_{ij} = STPI_{ij} - STPIB_j \quad (4)$$

Полученный $STV\text{-}spread$ показывает, является ли стоимость, созданная j -й категорией стейкхолдеров, сопоставимой с результатами, достигнутыми по аналогичной группе стейкхолдеров в компании — ближайшем конкуренте (кластере). Если $STV\text{-}spread$ положителен, это показывает, что в компании при реализации рассматриваемой стратегии возникает дополнительный прирост внутренней стоимости компании, созданной j -й категорией стейкхолдеров ($STVA_j$). Если $STV\text{-}spread$ отрицателен, то результативность отношений с j -й категорией стейкхолдеров относительно низка, и внутренняя стоимость компании может начать разрушаться. В компании могут сложиться противоречивые результаты: положительные и отрицательные $STV\text{-}спреды$ применительно к разным категориям стратегических стейкхолдеров одновременно. Поэтому анализ приращения стоимости для стейкхолдеров ($STVA$) не может рассматриваться только на уровне выявления агрегированной величины.

Третий разработанный метод – *метод точек разрушения стоимости компании*, применяемый в двух контурах – финансовых и нефинансовых стейкхолдеров. В первом случае целесообразно выявлять пороговые значения для показателей, отражающих влияние стратегии на финансовые измерения компании (ликвидность, риск, стоимость). Для разработки анализа стратегических альтернатив в контуре нефинансовых стейкхолдеров на основе принципа неубывания стоимости для стейкхолдеров в диссертации выдвинут и разработан *индекс гармонизации интересов (IHI)*. Он предлагается как индикатор изменений, которые влекут за собой решения в рамках рассматриваемой альтернативы для удовлетворения интересов стратегических стейкхолдеров компании. Баллы присваиваются советами директоров на основании их оценок соответствия решений интересам разных групп стратегических стейкхолдеров в рамках мероприятий прогнозного периода. Полученные оценки взвешиваются по силе потенциального воздействия самих стейкхолдеров на компанию. Веса являются результатом экспертного суждения советов директоров. Итоговая величина индекса гармонизации интересов стейкхолдеров определяется, как показано в формуле 5:

$$IHI = \frac{A - |B|}{A + |B|} \quad (5),$$

где: *IHI* – interests harmonization index – индекс гармонизации интересов стейкхолдеров; *A* – средневзвешенная сумма положительных элементов индекса; $|B|$ – модуль средневзвешенной суммы отрицательных элементов индекса.

Индекс находится в интервале от -1 до $+1$. Если в результате анализа индекса *IHI* выявляются процессы, ведущие к дисгармонии интересов с определенными категориями стейкхолдеров, $|B|$ будет расти, и индекс будет снижаться. В контексте системы интегрированного управления стоимостью такая стратегическая альтернатива ведет к *разрушению стоимости* компании и не может расцениваться как способ ее развития. Дисгармония интересов может также трактоваться как увеличение уровня инвестиционных рисков компании. Поэтому индекс может служить индикатором для введения премии за риск утраты лояльности стейкхолдеров, или *премии за стейкхолдерский риск* в аналитические модели, основанные на дисконтирования потоков денежных средств или экономической прибыли.

8. Оценка результатов исполнения стратегии на основе критерия стоимости для стейкхолдеров

В рамках развития инструментальной составляющей модели управления на основе стоимости для стейкхолдеров (*STVM*) в диссертации разработаны инструменты оценки результатов реализации стратегии на основе критерия стоимости для стейкхолдеров.

Обосновано положение о *стратегической эффективности*, под которой понимается эффективность исполнения стратегии, и ее оценке с помощью прямых и модифицированных показателей экономической прибыли. При расчете прямых показателей экономической прибыли целесообразно применять уточненную трактовку инвестированного капитала, основанную на принципе фундамента стоимости для стейкхолдеров. Показано, что прямые показатели экономической прибыли могут составить ядро *агрегированного показателя роста* (average growth factor, *AGF*) в комбинации с остальными годовыми показателями, выражающими финансовые измерения компании в ЖЦО, и другими факторами. Для каждого из выбранных факторов устанавливается конкретное удельное весовое значение, определяющее его значимость в соответствии со стадией ЖЦО и особенностями стратегии компании (формула 6). Минимальный набор состоит из трех показателей финансовых измерений компании.

$$AGF = \sum_{i=1}^m W_i \times F_i \quad (6),$$

где: W_i – удельный вес i -го фактора; F_i – значение i -го фактора.

Показано, что в оценке стратегической эффективности целесообразно разрабатывать *модифицированные* формы экономической прибыли, увязанные с нефинансовым контуром капитала – интеллектуальным и социальным – и их компонентами первого уровня. Возможный способ модификации – это модифицированный показатель экономической прибыли на клиентский капитал (modified economic profit on clients capital, MEP_{CL}) (формула 7):

$$MEP_{CL} = (S - M_{CL} - W_{CL} - D_{CL}) - WACC \times CE_{CL} - C_{CL} \quad (7)$$

Модифицированный показатель экономической прибыли построен при условии исключения из состава текущих расходов на материалы (M_{CL}), оплату персона-

ла (W_{cl}) элементов, обеспечивающих маркетинговые функции, включая продвижение продукта и собственно сбыт. Из инвестированного капитала (CE_{cl}) исключены активы, применяемые в маркетинге и организации продаж. Все расходы, связанные с клиентским капиталом, вынесены в отдельный компонент (C_{cl}).

9. Экономическая прибыль и контроль создания стоимости компании на развивающихся рынках капитала

При разработке методов оценки стратегической эффективности компании на основе показателей экономической прибыли уточнена его роль для контроля изменений в рыночной стоимости компании.

На основе изучения эмпирических работ по взаимосвязи экономической прибыли и рыночной стоимости, выполненных по данным компаний как из развитых, так и развивающихся рынков капитала, построена исследовательская модель взаимосвязи экономической прибыли и рыночной капитализации и протестирована на выборке 41 телекоммуникационной компании стран BRIC, Восточной и Центральной Европы. Зависимость капитализации от экономической прибыли исследована с помощью простой формы экономической прибыли (Rt) и в форме экономической добавленной стоимости (EVA^{adj}), в которой учтен принцип фундамента стоимости (капитализируемые стратегические затраты) при расчетах инвестированного капитала. Базовая спецификация модели представлена уравнением:

$$\frac{MVE_{it}}{BVA_{it}} = b_0 + b_1 \times X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9),$$

где: MVE_{it} – капитализация собственного капитала i -й компании (market value of equity) в год t ; BVA_{it} – балансовая стоимость совокупных активов i -й компании (book value of assets) на конец года t ; X_{it} – это показатель результата деятельности i -й компании за год t , рассмотренный поочередно через бухгалтерские показатели доходности (ROA, ROE) и показатели экономической прибыли; b_0 – свободный член; b_1 – коэффициент при независимой переменной; ε_{it} – случайная составляющая.

В дополнительных спецификациях модели учитывались лаговые переменные экономической прибыли, фиктивные (дамми) переменные страновой принадлежности и типа отчетности. При тестировании базовой модели выявлено, что для данной

выборки компаний показатели, относящиеся к традиционной системе управления на основе бухгалтерской аналитической модели (ROA, ROE), оказались статистически не значимыми. Однако оба показателя экономической прибыли – RI и EVA^{adj} – обладают высокой объясняющей способностью (коэффициенты детерминации 77% и 78,7% соответственно). Оценивание регрессий с лаговыми переменными экономической прибыли показало, что в такой спецификации модели они также обладают более высокой объясняющей способностью. При тестировании спецификации модели с фиктивными переменными стран и типа финансовой отчетности показано, что эти дополнительные переменные оказались не значимы.

В диссертации выявлены и систематизированы противоречия методологии и объективные проблемы в проведении эмпирических исследований экономической прибыли данного типа. По результатам проведенного эмпирического исследования показано, что, во-первых, использование прямых показателей экономической прибыли в системе интегрированного управления стоимостью целесообразно для контроля над созданием стоимости. Во-вторых, наиболее высокой объясняющей силой относительно рыночной капитализации собственного капитала рассмотренных компаний стран BRIC, Восточной и Центральной Европы обладает экономическая прибыль (EVA^{adj}), рассчитанная с учетом принципа фундамента стоимости в части капитализации стратегических затрат и введения их в инвестированный капитал. В-третьих, показано, что несмотря на все сложности определения требуемых параметров в российских реалиях, развитие предлагаемого нового направления корпоративной финансовой аналитики, необходимо для оптимизации процессов стратегического анализа. Это касается не только исполнения этой функции менеджментом компании, но и выполнения советами директоров их стратегической роли.

10. Методы анализа устойчивости роста в системе интегрированного управления стоимостью

В диссертации обоснован подход и разработаны методы анализа устойчивости роста компании на основе критерия экономической прибыли для финансовых и нефинансовых стейкхолдеров и апробированы на данных российских компаний.

В соответствии с критерием экономической прибыли в диссертации сформулированы условия устойчивости роста. Во-первых, недопущение конфликта страте-

гических намерений, встроенных в стратегию роста, и интересов нефинансовых стейкхолдеров. Во-вторых, последовательное движение к более качественным типам роста в рамках классификации, отраженной в базовой матрице и матрице на основе экономической прибыли. Во-вторых, достижение оптимального соотношения вклада возможностей роста и стоимости, создаваемой текущими операциями, отвечающего этапу ЖЦО. Для анализа вклада роста в стоимость компании использован принцип разложения ее стоимости на создаваемую текущими операциями (*current operations value, COV*) и на вклад возможностей роста (*value of future growth opportunities, VFGO*), введенный в корпоративные финансы С.Майерсом. *VFGO* возникает в связи с новыми рыночными стратегиями и отражает ожидания инвесторами непрерывного эффективного инвестиционного процесса в будущем. *COV* является результатом уже реализованных стратегий. В-четвертых, достижение баланса между краткосрочными и долгосрочными факторами, обеспечивающими возможности роста (*VFGO*).

Для оценки соответствия данным условиям в диссертации разработана система матриц. Базовая матрица качества роста основана на комбинации темпов роста продаж и рыночной капитализации. В матрице качества роста на основе экономической прибыли вместо рыночной капитализации применен показатель внутренней стоимости компании – спред доходности инвестированного капитала (*ROCE–WACC*) (рис.1). Тип роста, соответствующий параметрам квадранта Q1, принимается за эталон качества роста. Тип роста, соответствующий параметрам квадранта Q2, сфокусирован на росте прибыли, когда компании стремятся воспроизводить свои продуктовые портфели, сокращая расходы. Компаниям, размещенным в квадранте Q3, свойственен рост, сфокусированный на агрессивной политике продаж.



Рис. 1. Матрица качества роста на основе экономической прибыли

В диссертации показано, что для оценки устойчивости роста необходимо рассматривать не только матрицы, построенные на сквозных данных за весь период наблюдения, но и изменения в траектории перемещений на годовой основе. Оценка перемещений выявляет не только результирующее направление движения, но и противоречия роста. Одно из них связано с возникновением «ловушки прибыли» при формировании типа роста, соответствующего квадранту Q2, а также перемещении в него из квадранта Q1. Такой тип роста требует снижения издержек и сокращения инвестиционных программ, что ведет к сужению базы будущего роста продаж и спреда доходности инвестированного капитала. Другие противоречия роста связаны с соотношением возможностей роста и роста, заданного текущими операциями компании (*VFGO* и *COV*), а также краткосрочного и долгосрочного компонентов в самом вкладе роста (*VFGO*). Для выявления данных противоречий в диссертации предложены матрицы финансовой эффективности роста.

В диссертации обоснован комплексный показатель для анализа и оценки устойчивости роста компании в форме *индекса устойчивости роста* (Sustainable Growth Index — *SGI*):

$$SGI = (1 + g_s) \times \frac{I}{k} \times \sum_{i=1}^k \max[0, (ROCE_i - WACC_i)] \quad (8),$$

где: $(1 + g_s)$ – средний темп роста продаж; k – количество лет наблюдений; l – количество лет, в течение которых спред доходности инвестированного капитала положителен; $ROCE_i$ – return on capital employed – доходность инвестированного капитала в год i ; $WACC_i$ – weighted average cost of capital – средневзвешенная ставка затрат на капитал в год i .

Средний темп роста продаж необходимо рассчитывать как среднюю геометрическую величину. Показатель l позволяет сравнить разные стратегические альтернативы, ведущие к росту: чем больше количество лет, в которых наблюдается или предполагается положительный спред доходности инвестированного капитала, тем выше устойчивость роста компании по критерию создания стоимости. Чем ближе $\frac{l}{k}$ к единице, тем выше устойчивость роста компании. Третий показатель выражает накопленную величину положительных значений спреда доходности инвестированного капитала за анализируемый период k . Как и показатель $\frac{l}{k}$, он предназначен для отражения мощности стратегической альтернативы по целому набору ключевых характеристик роста, обеспечивающих положительную величину спреда. Однако при близких или равных значениях $\frac{l}{k}$ в разных стратегических альтернативах роста сумма положительных значений спреда доходности фиксирует более полную картину потоков экономических прибылей. Показано, что на SGI влияет состояние отношений со стратегическими стейкхолдерами, что выражается в показателях суммы положительных спредов доходности капитала и количестве лет, в течение которых он существует (l). Гармоничные отношения со стейкхолдерами способствуют снижению затрат на капитал за счет компоненты стейкхолдерской премии за риск и за счет создания возможностей для наращивания интеллектуального и социального капиталов – созданию возможностей роста.

В диссертации разработан подход для интеграции двух контуров – финансовых и нефинансовых стейкхолдеров – в анализе устойчивости роста компании. С этой целью введена матрица с координатами «индекс устойчивости роста (SGI) – индекс гармонизации интересов» (рис.2).

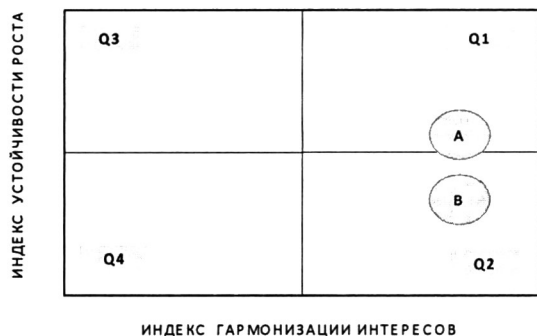


Рис.2. Матрица оценки устойчивости роста

Разработанные методы анализа устойчивости роста апробированы на выборке 26 крупных российских компаний из 9 отраслей российской экономики, чьи данные удовлетворяют условию наличия показателей капитализации в каждый момент наблюдения с 2002 по 2008 г. и наличия опубликованной отчетности по международным стандартам (МСФО) за весь период исследования. Построена базовая матрица на основе сквозных данных, проведен анализ траекторий движения в матрице по всему периоду наблюдений и за каждый отдельный год, осуществлен анализ экономической прибыли компаний выборки, построена матрица роста на основе экономической прибыли и рассчитан индекс устойчивости роста для компаний выборки, изучены траектории роста значительной части компаний выборки также в кризисном 2008 г. С помощью индекса устойчивости роста (*SGI*) осуществлено сопоставление траектории перемещения компаний в двух матрицах. Анализ двух матриц – базовой и на основе экономической прибыли – показывает существенные совпадения расположения компаний по типам роста в матрицах на основе сквозных и годовых данных.

По результатам эмпирического исследования в диссертации сформулированы следующие положения. Во-первых, расположение и перемещения компаний в матрице на основе экономической прибыли дают содержательное отображение качественных характеристик роста в периоде нормального состояния рынка капитала. Во-

вторых, индекс устойчивости роста и оценка спреда доходности инвестированного капитала не утрачивают своей роли в анализе траектории роста компании в полосе финансового кризиса. В-третьих, предложенные методы оценки устойчивости роста обладают большим потенциалом для прикладного применения в работе советов директоров при выполнении ими функции выработки стратегического видения для компании и особенно важны для компаний закрытого типа.

11. Стратегически ориентированная система корпоративного управления

В диссертации проведена структуризация подходов к проблеме изменений в корпоративном управлении и обосновано разделение систем корпоративного управления на сбалансированную и стратегически ориентированную системы.

В диссертации показано, что *сбалансированная система* корпоративного управления нацелена на достижение баланса интересов между менеджментом и собственниками (акционерами) и между разными группами собственников (акционеров) за счет композиции органов корпоративного управления, состава совета директоров и процедур его работы. В соответствии с ней основные функции совета директоров сконцентрированы вокруг контроля за деятельностью менеджмента. Совет директоров рассматривается как пространство для столкновения всех интересов и как орган, призванный их регулировать. Поэтому баланс интересов непосредственно увязывается с составом совета директоров и процедурами в его работе. Стратегическая функция совета директоров трактуется как ограниченная, направленная на вопросы контроля и создания необходимых противовесов менеджеральной ветви корпоративной власти, включая область стратегических интересов компании. Обосновано положение о том, что сбалансированная система корпоративного управления органично вписана в рамки парадигмы агентского конфликта и процесса создания стоимости в интересах акционеров, но не достаточна для решения задачи повышения эффективности исполнения корпоративных стратегий и внесения корректив без значительного лага во времени. Показано, что она формирует аномальный, негибкий цикл коррекции стратегических ошибок и практически не работоспособна в разбалансированной внешней среде.

В диссертации разработаны характеристики *стратегически ориентированной системы* корпоративного управления, основанной на активном включении совета

директоров в процесс формирования стратегического видения и выбора стратегических альтернатив для компании. Ей свойственен переход от реактивного поведения совета при возникновении проблемы и проявляющихся ошибок к проактивному поведению совета, нацеленному на предупреждение возникновения проблем и сокращение цикла коррекции стратегических ошибок. В ней происходит смещение акцентов в инструментах реализации задач корпоративного управления: от структуры совета директоров к процессам в их деятельности, с контроля и надзора над менеджментом на улучшение процесса принятия решений. Такая система является более гибкой, поэтому в неустойчивой внешней среде способна выстраивать работоспособные механизмы реализации интересов и достижения стратегических целей.

12. Влияние корпоративного управления на стратегическую эффективность компании

При анализе ключевых факторов, определяющих экономическую прибыль российских компаний, выявлено прямое влияние корпоративного управления на создание подлинной (внутренней) стоимости компании.

В диссертации предложен новый подход к оценке влияния корпоративного управления на эффективность деятельности компании. Обосновано, что для оценивания его роли необходимо анализировать стратегическую эффективность компании, которая должна измеряться с помощью показателя экономической прибыли. На основе данного подхода в 2007г. диссертантом было проведено пилотное исследование взаимосвязи корпоративного управления и эффективности реализации стратегии на выборке из 29 российских компаний за период с 2002 до 2005 г., выявившее прямую статистически значимую зависимость создаваемой в российских компаниях экономической прибыли от качества корпоративного управления. В 2009 г. на более длинном периоде наблюдений с 2002 г. до 2007 г. разработанная исследовательская модель была применена к выборке 26 крупных российских компаний, имеющих рейтинг Standard&Poor's Transparency and Disclosure (S&P T&D) и отчетность по МСФО. В качестве независимой переменной стратегической эффективности выбрана простая форма показателя *экономической прибыли (RI)*. В исследовании учтены дополнительные контрольные переменные, влияющие на независимую переменную - экономическую прибыль: размер компании, который

выражен логарифмом совокупных активов фирмы (*Size*); деловой риск (*Risk*), выраженный через отклонение годового значения прибыли до вычета процентов, амортизации и налогов (*EBITDA*) от ее среднего значения в компании за анализируемый период с 2002 по 2007 гг.; инвестиции (*Capex*); темп роста выручки (*Growth*); структура капитала (*CS*). В исследовании применены панельные регрессии и метод анализа вариаций (ANOVA). Окончательный вид модели (после выведения незначимых переменных) при 5% уровне значимости представлен в формуле (10):

$$R\hat{I}_{it} = 1,5 + 0,17 \times rating_{it} - 0,38 \times Size_{it} + 0,19 \times Risk_{it} + 0,65 \times Capex_{it} + 0,46 \times Growth_{it} \quad (10)$$

В спецификациях панельной регрессии со случайными эффектами с последовательным добавлением отраслевых фиктивных переменных и фиктивных переменных структуры собственности коэффициент при рейтинге S&P T&D вырос по сравнению с моделью со случайными эффектами без учета отраслевых эффектов и по-прежнему значим на 5% уровне. В анализе вариаций (ANOVA) для выявления различий между группами из 156 наблюдений с наиболее высокими и наиболее низкими показателями зависимой переменной экономической прибыли и рейтинга S&P T&D в соответствии с показателями F-теста выявлена значимость таких различий: в случае использования полного рейтинга S&P T&D, в случае его отдельных субкомпонентов (состав и структура совета директоров, структуры собственности и прав акционеров), в случае рейтинга, самостоятельно составленного из исходных компонент, раскрывающих характеристики корпоративного управления. При проверке на эндогенность с помощью построения и решения системы уравнений выявлено, что обратная связь – влияние экономической прибыли (стратегической эффективности) на качество корпоративного управления – не значима.

По результатам эмпирического исследования показано, что, во-первых, корпоративное управление вносит положительный вклад в повышение стратегической эффективности и в создание подлинной (внутренней) стоимости российских компаний исследованной выборки. Во-вторых, влияние механизмов корпоративного управления на экономическую прибыль наиболее существенно выражено в компаниях телекоммуникационной отрасли, добывающего сектора и электроэнергетики. В-третьих, величина экономической прибыли в исследованной выборке российских компаний находится в прямой зависимости от объемов инвестиционных

вложений и от делового риска и в обратной – от размера капитала компании. В-четвертых, создание экономической прибыли не зависит от наличия государственной собственности в компаниях выборки.

13. Модель корпоративного управления, ориентированного на создание стоимости для стейкхолдеров

В рамках исследования роли советов директоров в реализации системы интегрированного управления стоимостью разработана *модель корпоративного управления на основе создания стоимости для стейкхолдеров (STVG)*.

Показано, что подход с позиций стоимости для стейкхолдеров означает признание неадекватности видения сути корпоративного управления через доминанту агентского конфликта менеджмента и акционеров и предполагает смещение акцентов в механизмах корпоративного управления и в роли совета директоров. Новая модель – это элемент целостной системы интегрированного управления стоимостью. Она основана на стратегически ориентированной системе корпоративного управления и рассматривается как способ реализации ответственности совета директоров за построение гармоничной компании. Элементы новой модели (STVG), схематично отражены на рис. 3.

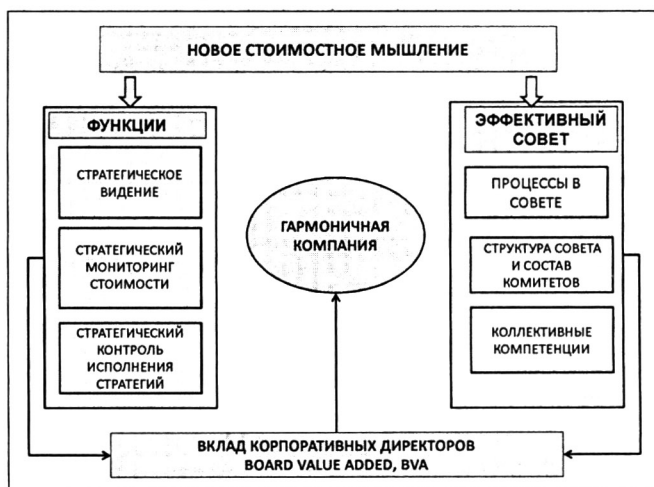


Рис.3. Модель корпоративного управления на основе стоимости для стейкхолдеров

В диссертации обосновано положение о необходимости внедрения в стратегическую функцию советов директоров нового стоимостного мышления для реализации системы интегрированного управления стоимостью. Показано, что на уровне корпоративного управления задача создания стоимости сводится к формированию советами директоров *ограничения неубывания стоимости для стейкхолдеров (STV)*. Для любого момента времени t :

$$dSTV/dt \geq 0 \quad (11)$$

Новая модель корпоративного управления предполагает ответственность совета директоров за *формирование системы ограничений*, в которых должен действовать менеджмент, и контроль за их соблюдением. Гармонизация интересов стейкхолдеров может быть связана с созданием компенсаций, или отложенных экономических прибылей, применимых и для финансовых, и не для нефинансовых стейкхолдеров. Построение таких механизмов гармонизации интересов и компенсаций составляет суть корпоративного управления на основе стоимости для стейкхолдеров.

В диссертации сформулированы задачи разрабатываемой советами директоров системы ограничений. Во-первых, противодействовать принятию близоруких решений менеджментом, связанных с перераспределением потоков выгод в адрес собственников в ущерб стратегическим стейкхолдерам. Во-вторых, влиять на издержки выхода стратегических стейкхолдеров из бизнеса. В-третьих, внедрять новые критерия устойчивости роста. Формирование системы ограничений советами директоров привязано к ряду специфических параметров в компании: архитектуре капитала, этапу ЖЦО, стратегической задаче развития. Разработанные в диссертации методы финансового обоснования стратегий составляют формализованный инструментарий для отбраковки неприемлемых стратегических альтернатив.

Второй элемент модели корпоративного управления на основе стоимости для стейкхолдеров – *мониторинг стоимости для всех стейкхолдеров (stakeholder value added toolbox, STVAT)*. Исходя из содержательной постановки роли советов директоров в реализации системы интегрированного управления стоимостью центральную задачу мониторинга целесообразно представить в виде синтеза ключевых шагов: создание формата для накопления данных о пространстве интересов стейкхолдеров и выявления их ключевых групп и динамике изменений; выбор сис-

темы показателей и индикаторов приращения (снижения) стоимости для стейкхолдеров (*STVA*) и аккумулярование результатов; анализ получаемых сигналов о складывающихся положительных и отрицательных тенденциях; коррекция системы ограничений; стратегические коммуникации с менеджментом. Замыкают систему стратегические коммуникации совета директоров вовне компании.

В диссертации уточнено понятие «эффективных советов директоров» и необходимая конфигурация их состава и структуры. Согласно принципам системы интегрированного управления стоимостью эффективный совет директоров не ограничивается решением задачи представительства ключевых стейкхолдеров в его составе, а сосредоточен на содержательной стороне следующих функций: формирования стратегического видения, мониторинга создания стоимости для стейкхолдеров и контроля исполнения стратегии в соответствии с принципами интегрированного управления стоимостью. В диссертации выдвинуто положение о необходимости и функциях *комитета по созданию стоимости* в структуре совета директоров. Данный комитет должен осуществлять контроль за соблюдением необходимых ограничений в решении задачи создания стоимости для стейкхолдеров и обязан взаимодействовать со стратегическим комитетом на стадии разработки стратегий, а также с комитетами по аудиту и компенсационной политике.

14. Модель стратегического отчета о стоимости для всех стейкхолдеров

В ходе исследования форм и методов реализации интегрированного управления стоимостью компании разработана *модель стратегического отчета о стоимости для стейкхолдеров (stakeholder value added reporting, STVAR)*.

Обосновано, что задача создания стратегического отчета о стоимости состоит в консолидации данных о результатах создания стоимости для стейкхолдеров компании и векторе ее изменений. Поэтому предлагаемая модель стратегического отчета о создании стоимости для стейкхолдеров включает два элемента: *специальный финансовый и нефинансовый отчеты о стоимости для стейкхолдеров*. В диссертации показано, что новый стратегический отчет предполагает смещение акцента в построении информации: от бухгалтерской прибыли, которая в настоящее время составляет ядро модели финансовой (публичной) и управленческой (внутренней) информации о компании, к экономической прибыли для финансовых и для нефи-

нансовых стейкхолдеров и к факторам, влияющим на долгосрочные процессы создания приращения стоимости для стейкхолдеров.

В диссертации разработаны методы формирования новых специальных финансовых отчетов, которые могут применяться самостоятельно или в комбинации друг с другом: метод совокупной доходности акционерного капитала, прямой метод экономической прибыли, метод интеллектуального капитала. В методе *совокупной доходности акционерного капитала* предусмотрены два отчета: *Специальный отчет о финансовом результате* и *Скорректированный отчет о потоках денежных средств*. Для компаний открытого типа Специальный отчет о финансовом результате сфокусирован на источниках совокупного дохода акционеров (в расчете на все обращающиеся акции), созданной экономической прибыли и вкладе, внесенном стратегическими стейкхолдерами, в форме прямых и модифицированных показателей экономической прибыли, построенных относительно *нефинансового капитала*.

Обоснованы дополнения для формирования *Скорректированного отчета о потоках денежных средств*, которые охватывают: отделение ключевых инвестиций в активы, необходимые для обеспечения корневых видов продукции, от инвестиций в другие активы; отражение стратегических намерений компании путем классификации инвестиций на стратегические (*SI*) и поддерживающие (*MI*) в расчетах потоков денежных средств от инвестиционной деятельности и показателя прибыли; отражение потока денежных средств от основной деятельности с учетом накопления его в компании для сопоставления с изменением рыночной капитализации. Показано, что расширение спектра финансовых отчетов о стоимости для стейкхолдеров возможно за счет метода интеллектуального капитала путем прямого включения компонент интеллектуального капитала в финансовые отчеты (баланс, отчета о прибылях и убытках, отчет о движении денежных средств) и их модификации. Выбор адекватного метода и формата отчета должен быть отнесен к компетенции советов директоров.

Для отражения системного контура нефинансового капитала в диссертации разработаны методы построения нефинансовых отчетов о стоимости для стейкхолдеров. Метод *платформы наращивания стоимости* основан на систематизации данных, характеризующих дерево факторов стоимости как *целое*, и он ориентирован на освещение среднесрочных тенденций в развитии компании. Метод *сегмента стои-*

мости основан на концентрации данных о ключевых факторах. Сегмент стоимости определен как обобщенная, двусторонняя оценка приращения стоимости для стейкхолдеров (STVA) применительно к конкретной категории стратегических стейкхолдеров. Двусторонний характер оценивания означает, с одной стороны, выявление вклада в стоимость компании, созданного данной категорией стейкхолдеров, и с другой – вклада для них, созданного в компании. В рамках метода сегмента стоимости в диссертации предложена карта сегментов стоимости, обобщающая показатели и индикаторы двусторонних отношений с разными категориями стейкхолдеров.

Отражение положений диссертации в основных публикациях автора:

Монографии:

1. Ивашковская И.В. Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность советов директоров. - М.- ИНФРА-М. 2009. (27,0 п. л.);
2. Ивашковская И.В. Финансовые измерения корпоративных стратегий. Стейкхолдерский подход.- М.- ИНФРА-М. 2008. (12,93 п.л.)

Статьи, опубликованные в журналах из перечня ведущих рецензируемых журналов и изданий, определенных ВАК:

1. Ивашковская И.В. Модели экономической прибыли и контроль создания стоимости компании: дискуссионные вопросы [электронный ресурс] / И.В. Ивашковская // Электронный журнал «Корпоративные финансы». ФГУП «НТЦ Информрегистр» регистрации 042000107 от 28.09.2009, ISSN 2073-0438, 6/6 1626, 2010. - №13. <http://ecsocman.edu.ru/cfjournal/msg/30658433.html> (0,62 п.л.);
2. Ивашковская И.В. Модель корпоративного управления на основе стоимости для стейкхолдеров. [текст] / И.В. Ивашковская // Вестник Финансовой академии.- М., 2010. - № 2. – С. 29-35. (0,7 п.л.);
3. Ивашковская И.В. Влияние корпоративного управления на стратегическую эффективность российских компаний [текст] / И.В. Ивашковская // Финансы и кредит. – М., 2009. - № 48. - С. 21-28 (1,0 п.л.);
4. Ивашковская И.В. Индекс устойчивости роста: эмпирическая апробация на данных российских компаний [текст] / И.В. Ивашковская, Е.Л. Животова // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия менеджмент.- Санкт-Петербург., 2009. – Выпуск 4. -С.3-29. (1,6 / 0,8 п.л.);
5. Ивашковская И.В. Структура собственности и её влияние на стратегическую эффективность компании [текст] / И.В. Ивашковская, А.Н. Степанова // Финансы и бизнес.- М., 2009.- № 3. - С.1-22 (1,0/0,5 п.л.);
6. Ивашковская И.В. Детерминанты стратегических решений о финансировании крупных компаний на развивающихся рынках капитала: пример России, Бразилии и Китая [текст] / И.В. Ивашковская, М.С. Солнцева // Российский журнал менеджмента. – М., 2009. - № 1. - С.25-42. (1,0 / 0,5 п.л.);

7. Ивашковская И.В. Эмпирический анализ эффективности корпоративной диверсификации на развивающихся рынках капитала [текст] / И.В. Ивашковская, С.А. Шамраева, Е.Е. Григориади // Экономический журнал Высшей школы экономики. – М., 2009. Т.13. - № 3. - С.1-23. (1,0 / 0,3 п.л.);
8. Ивашковская И.В. Модель стратегического стоимостного анализа фирмы [текст] / И.В. Ивашковская // Экономическая наука современной России. – М., 2008. - № 6. - С.115-127. (1,1 п.л.);
9. Ивашковская И.В. Стратегический мониторинг создания стоимости для всех стейкхолдеров компании [текст] / И.В. Ивашковская // Вестник Финансовой академии. - М., 2008. - № 3(47). - С.69-85. (1,0 п.л.);
10. Ивашковская И.В. Структура капитала российских компаний как стратегическое решение [текст] / И.В. Ивашковская, М.С. Солнцева // Вестник Санкт-Петербургского университета. Серия менеджмент. – Санкт-Петербург., 2008. - № 3. - С.3-29. (1,7 / 0,85 п.л.);
11. Ивашковская И.В. Проблемное поле корпоративного управления: исследовательские идеи и результаты [текст] / И.В. Ивашковская // Экономическая наука современной России. – М., 2008. - № 4. - С.132-140. (0,6 п.л.);
12. Ивашковская И.В. Финансовый анализ качества роста российских компаний [текст] / И.В. Ивашковская, Н.К. Пирогов // Аудит и финансовый анализ. - М., 2008. - № 6. - С.191-201. (1,0 / 0,7 п.л.);
13. Ивашковская И.В. Устойчивый рост компании: финансовый подход [текст] / И.В. Ивашковская // Российское предпринимательство. - М., 2008. - № 3. - С.100-104. (0,4 п.л.);
14. Ивашковская И.В. Методы коррекции рыночных мультипликаторов на страновые риски: эмпирическое исследование [текст] / И.В. Ивашковская, И.А. Кузнецов // Аудит и финансовый анализ. - М., 2008. - № 5. - С.94-109. (2,4 / 1,2 п.л.);
15. Ивашковская И.В. Финансовые измерения корпоративных стратегий [текст] / И.В. Ивашковская // Аудит и финансовый анализ.- М., 2007. - № 5. - С.150-163. (1,5 п.л.);
16. Ивашковская И.В. Роль интеллектуального капитала в создании стоимости крупных российских компаний [текст] / И.В. Ивашковская, Э.Р. Байбурина // Вестник Финансовой академии. – М., 2007. - № 4(44). - С.53-62. (0,72 / 0,36 п.л.);
17. Ивашковская И.В. Деятельность советов директоров и стратегическая эффективность компаний [текст] / И.В. Ивашковская, Пономарева М., Сеттлз А. // Проблемы теории и практики управления. – М., 2007. - № 8. – С.76-87. (0,9 / 0,3 п.л.);
18. Ивашковская И.В. Оценка деятельности российских компаний в системе управления стоимостью: возможности модифицированной модели добавленной стоимости потока денежных средств [текст] / И.В. Ивашковская, А.И. Запорожский // Аудит и финансовый анализ. - М., 2007. - № 6. - С.211-223. (1,5 / 0,75 п.л.);
19. Ивашковская И.В. Стратегический подход к финансовому управлению крупными компаниями: международный опыт и российские задачи [текст] / И.В. Ивашковская // Вестник МГУ. Серия экономика.- М., 1999. - № 5.- С.14-23 (0,7 п.л.)

Кроме того, результаты диссертации отражены в 43 публикациях объемом 26,52 п.л., в том числе авт. объем 17,47 п.л.

